

产能扩张正逢需求旺盛时

买入维持

投资要点:

- 净利润同比增长 24.17%
- 下游需求旺盛、成本优势明显
- 产能扩张正当时

报告摘要:

- 净利润同比增长24.17%。**公司上半年实现营业收入9.98亿元，同比增长44.19%；实现净利润1.55亿元，同比增长24.17%，对应每股收益0.44元。综合毛利率27.49%，较去年同期下降1.85个百分点。公司业绩大幅增长主要由于电子新材料产品市场需求旺盛以及公司已投产项目产能充分发挥，使得电子铝箔、电极箔、高纯铝产品销量不同幅度增加所致。
- 下游需求旺盛，成本优势明显。**公司拥有从高纯铝—电子铝箔—电极箔的一体化深加工产业链，高纯铝主要用于军工、航空航天以及高铁等领域；电子铝箔和电极箔主要用来生产铝电解电容器，铝电解电容器主要用于消费类电子，25%用于工业类电子，15%用于计算机及相应设备；5-7%用于通讯领域；8-10%用于汽车领域。未来随着消费类电子和以 3G 为代表的通讯领域的升级换代，以及变频技术、风力发电、高速铁路和电动汽车为代表的绿色节能领域的逐步拓展和快速发展，都将拉动高压电容器和高压电极箔的需求量，我们预计未来 3-5 年铝电解电容器行业的平均增速约为 10-15%，而随着高压大容量电容器需求的增长，对电极箔需求量有望保持 20%以上增速。
- 产能扩张正当时。**公司目前产能为高纯铝 2.8 万吨、电子铝箔 2 万吨、电极箔 400 万平米，2011 年三种产品的产能将分别增长 17.86%、35% 和 125%。2012 年随着新募投项目的投产，产能再度实现跨越式增长，达到 5.3 万吨、4.7 万吨和 2100 万平米。同时，自发电比例可达 100%，电力成本优势明显。
- 预计公司 2011 年每股收益为 0.83 元。**预计公司 2011 年至 2013 年每股收益分别为 0.83 元、1.08 元和 2.15 元，对应动态市盈率为 30 倍、23 倍和 12 倍，我们看好公司未来发展前景，维持“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1059.38	1605.86	1922.32	2399.27	4267.02
同比增长率	8.79%	51.59%	19.71%	24.81%	77.85%
净利润	182.34	291.72	340.11	445.37	884.42
同比增长率	81.99%	59.99%	16.58%	30.95%	98.58%
每股收益(元)	0.44	0.71	0.83	1.08	2.15

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	3.52
流通股本: 亿	3.42
第一大股东	特变电工股份有限公司
第一大股东持股比例	30.34%

数据来源: 宏源证券

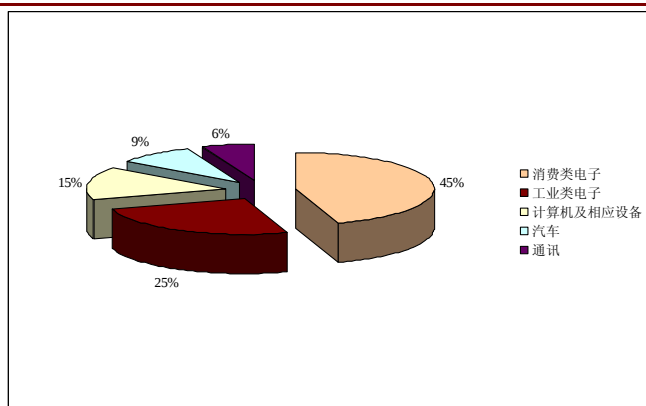
相关研究

宏源证券*公司研究*业绩持续稳步提升
2011.03.20

宏源证券*公司研究*新材料护航，景气度提升
2011.02.15

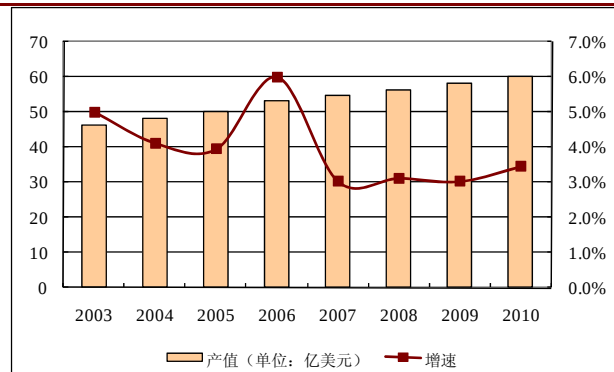
宏源证券*公司研究*能源优势得天独厚，技术优势无与伦比
2010.11.08

图 1: 铝电解电容器下游需求



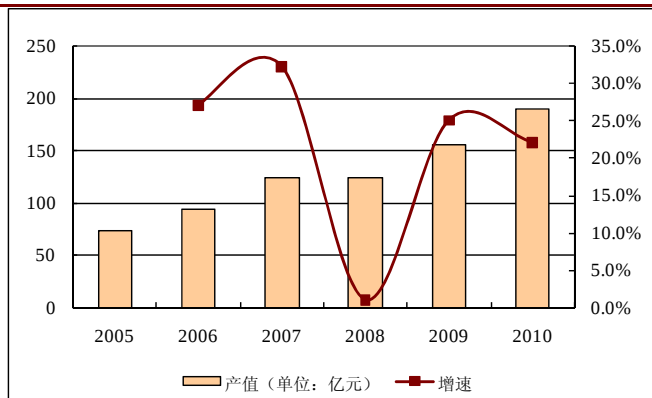
资料来源: Wind、宏源证券

图 2: 全球铝电解电容器产值(单位: 亿美元)



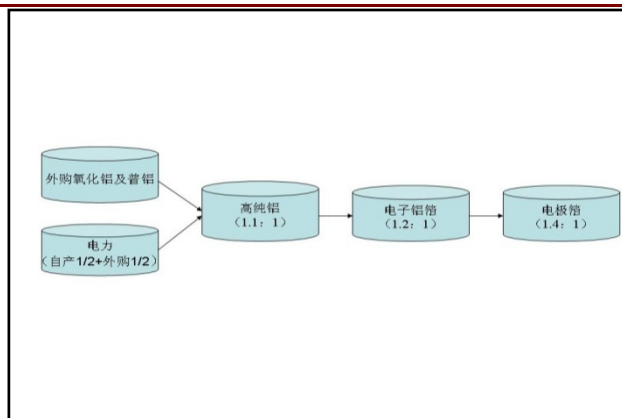
资料来源: 电子元器件行业协会、宏源证券

图 3: 我国铝电解电容器产值 (单位: 亿元)



资料来源: 工信部、宏源证券整理

图 4: 铝箔产业链



资料来源: 宏源证券

表 1: 电容器种类

	市场占有率	性能比较
铝电解电容器	30-40%	耐压值高, 容量大, 小型化
陶瓷电容器	30-40%	不利于小型化
钽电容器	10-20%	价格较贵
薄膜电容器	10-20%	容量小

资料来源: 宏源证券

表 2: 产能 (单位: 吨)

	2010	2011	2011 年增幅	2012	2012 年增幅
高纯铝	28000	33000	17.86%	53000	60.61%

电子铝箔	20000	27000	35%	47000	74.07%
电极箔	1000	2250	125%	5250	133.33%

资料来源：宏源证券

表 3：产量假设（单位：吨）

主要产品	2011E	2012E	2013E
高纯铝	13000	15000	13000
电子铝箔	20000	22000	40000
电极箔	1200	2000	5000

资料来源：宏源证券

表 4：价格假设（元/吨）

主要产品	2011E	2012E	2013E
高纯铝	2.47	2.51	2.51
电子铝箔	5.38	5.64	5.64
电极箔	28.72	30.09	30.09

资料来源：宏源证券

表 5：毛利率假设

主要产品	2011E	2012E	2013E
高纯铝	13%	14%	14%
电子铝箔	34%	35%	35%
电极箔	34%	36%	37%

资料来源：宏源证券

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1605.86	1922.32	2399.27	4267.02
增长率 (%)	51.59%	19.71%	24.81%	77.85%
归属母公司股东净利润	291.72	340.11	445.37	884.42
增长率 (%)	59.99%	16.58%	30.95%	98.58%
每股收益 (EPS)	0.71	0.83	1.08	2.15
每股经营现金流	0.58	1.32	0.98	0.96
销售毛利率	28.48%	29.00%	30.68%	33.38%
销售净利率	18.18%	17.70%	18.57%	20.74%
净资产收益率 (ROE)	13.48%	13.77%	15.51%	24.12%
投入资本回报率 (ROIC)	14.35%	12.32%	14.25%	21.69%
市盈率 (P/E)	35	30	23	12
市净率 (P/B)	5	4	4	3

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1605.86	1922.32	2399.27	4267.02
减: 营业成本	1148.47	1364.89	1663.18	2842.61
营业税金及附加	11.36	5.77	7.20	12.80
营业费用	50.42	55.75	69.58	123.74
管理费用	85.83	86.50	107.97	192.02
财务费用	17.52	29.40	47.29	74.38
资产减值损失	-0.46	0.58	0.72	1.28
加: 投资收益	-13.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	278.93	379.43	503.34	1020.19
加: 其他非经营损益	40.04	20.94	20.94	20.94
利润总额	318.96	400.36	524.27	1041.12
减: 所得税	27.07	60.05	78.64	156.17
净利润	291.89	340.31	445.63	884.96
减: 少数股东损益	0.17	0.20	0.27	0.53
归属母公司股东净利润	291.72	340.11	445.37	884.42

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	713.17	768.93	959.71	1706.81
应收和预付款项	671.93	511.31	953.95	1618.94
存货	319.83	423.35	482.25	1065.54
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	53.00	53.00	53.00	53.00
投资性房地产	11.37	10.91	10.46	10.00
固定资产和在建工程	1978.02	2324.69	3476.86	3712.51
无形资产和开发支出	61.60	59.94	58.28	56.62
其他非流动资产	1.32	1.32	1.32	1.32
资产总计	3810.24	4153.45	5995.83	8224.73
短期借款	80.00	141.48	284.18	483.84
应付和预收款项	393.30	314.06	532.16	862.22
长期借款	615.00	638.02	1092.96	1473.03
其他负债	557.51	557.51	557.51	557.51
负债合计	1645.81	1651.07	2466.81	3376.60
股本	352.06	352.06	352.06	352.06
资本公积	1032.23	1032.23	1032.23	1032.23
留存收益	780.14	1086.24	1487.07	2283.05
归属母公司股东权益	2164.43	2470.52	2871.35	3667.34
少数股东权益	0.00	0.20	0.47	1.00
股东权益合计	2164.43	2470.73	2871.83	3668.34
负债和股东权益合计	3810.24	4121.80	5338.64	7044.94

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	239.94	543.49	404.34	392.85
投资性现金净流量	-1014.18	-545.27	-1350.92	-595.93
筹资性现金净流量	660.25	57.54	1137.36	950.17
现金流量净额	-114.00	55.76	190.78	747.10

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，3 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、新华锦等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。